



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

7 oktober 2002

SAMRÅDSFÖRFARANDE

ÅTGÄRDER FÖR ATT GÖRA DET PENNINGPOLITISKA STYRSYSTEMET EFFEKTIVARE

I SAMMANFATTNING

Det är allmänt vedertaget att Eurosystemets penningpolitiska styrsystem¹ har fungerat väl sedan euron infördes 1999. Behovet av finjusterande transaktioner har varit litet tack vare utjämningsmekanismen i kassakravssystemet och kvaliteten på Eurosystemets likviditetsprognoser. Kreditinstituten har dessutom bara i begränsad utsträckning använt sig av de stående faciliteterna, vilket visar att penningmarknaden har fungerat effektivt. Den lilla och relativt stabila skillnaden mellan ECB:s fasta ränta eller lägsta anbudsränta på huvudsakliga refinansieringstransaktioner och de korta penningmarknadsräntorna visar också ECB:s förmåga att påverka de korta räntorna.

Trots denna allmänt positiva bild har en del möjliga åtgärder undersökts för att göra styrsystemet effektivare.

Följande tre förändringar övervägs:

- (1) Ändra timingen för uppfyllandeperioden så att uppfyllandeperioden alltid börjar på avvecklingsdagen för den huvudsakliga refinansieringstransaktion som följer efter det sammanträde där ECB-rådet diskuterar penningpolitiken. Då skulle som regel också förändringarna i räntorna på de stående faciliteterna träda i kraft när en ny uppfyllandeperiod startar.
- (2) Förkorta löptiden på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna från två veckor till en vecka.
- (3) Tills vidare inte använda långfristiga refinansieringstransaktioner.

Det bör beaktas att de föreslagna åtgärderna är av teknisk natur och gäller det praktiska genomförandet av penningpolitiken. Ändringen av uppfyllandeperioden skulle träda i kraft tidigast 2004 med hänsyn till ledtiderna för både kreditinstitut och de nationella centralbankerna.

Samrådsförfarandet riktar sig till alla kreditinstitut i euroområdet samt till intresseorganisationer för banker och finansmarknader. Svar kan lämnas till ECB eller till någon av de nationella centralbankerna och kontaktuppgifter finns på deras webbsidor.

¹ Eurosystemet består av Europeiska centralbanken (ECB) och de tolv nationella centralbanker som ingår i euroområdet.

2 STYRSYSTEMET I DAGSLÄGET AVSEENDE OVAN NÄMND PUNKTER

2.1 Uppfyllandeperioden och kassakravssystemet

Inom ramen för Eurosystemets kassakravssystem fordrar ECB att kreditinstitut håller kassakravsmedel på konton hos de nationella centralbankerna. Villkoren för Eurosystemets kassakravssystem är desamma för hela euroområdet. Huvudsyftet med Eurosystemets kassakravssystem är att stabilisera penningmarknadsräntorna och skapa eller förstärka ett strukturellt likviditetsunderskott.

Storleken på enskilda instituts kassakrav beräknas på grundval av dess kassakravsbas. Eurosystemets kassakravssystem tillåter att motparterna använder sig av ett utjämningsystem. Det innebär att uppfyllandet av kassakravet beräknas på genomsnittet av de dagliga behållningarna på motparternas kassakravskonton under en uppfyllandeperiod på en månad. Kreditinstituten erhåller ränta på sina kassakravsmedel motsvarande räntan på Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner.

Uppfyllandeperioden har sedan 1999 varit en månad och alltid så att den börjar den 24 kalenderdagen i varje månad och slutar den 23 kalenderdagen i efterföljande månad oberoende av om Target är öppet dessa dagar eller inte. Följaktligen kan start- respektive slutdagar infalla under en helg eller en dag när Target är stängt.

2.2 Huvudsakliga refinansieringstransaktioner

Huvudsakliga refinansieringstransaktioner är de viktigaste öppna marknadstransaktioner som utförs av Eurosystemet. De ger signaler om den penningpolitiska inriktningen och spelar en avgörande roll för att styra räntorna och reglera likviditeten på penningmarknaden. Merparten av kreditinstitutens likviditetsbehov, i genomsnitt 73,5 % under Monetära unionens första tre år, har tillgodosetts genom de regelbundna huvudsakliga refinansieringstransaktionerna.

Dessa transaktioner beskrivs i publikationen Europeiska centralbanken (2002a).² I samband med detta samrådsförfarande bör följande påpekas:

- De utförs regelbundet varje vecka och har normalt en löptid på två veckor vilket betyder att två transaktioner av den här typen alltid är utestående samtidigt.
- De utfördes som anbudsförfarande med fast ränta fram till den 27 juni 2000. Därefter har de utförts som anbudsförfaranden till rörlig ränta med en lägsta anbudsränta, se publikationen Europeiska centralbanken (2000)³.

Fram till mitten av september 2002 hade 191 huvudsakliga refinansieringstransaktioner genomförts och den genomsnittliga tilldelningsvolymen låg på 73 miljarder euro. I genomsnitt deltog 578 kreditinstitut i budgivningen vid de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och den genomsnittliga avvikelsen från detta genomsnitt var 196.

² Se litteraturförteckning i slutet av dokumentet

³ Se litteraturförteckning i slutet av dokumentet

2.3 Långfristiga refinansieringstransaktioner

Eurosystemet genomför också regelbundet varje månad långfristiga refinansieringstransaktioner med en löptid på tre månader. Syftet med dessa transaktioner är att tillföra banksystemet långfristig likviditet. Tre transaktioner av den här typen är alltid utestående samtidigt. Dessa transaktioner har bara utgjort en begränsad del av den totala refinansieringsvolymen (26,1 %). Som regel har Eurosystemet inte för avsikt att sända signaler till marknaden genom dessa transaktioner utan räntan bestäms av marknadens aktörer. Långfristiga refinansieringstransaktioner utförs alltså i form av anbudsförfaranden med rörlig ränta och ECB anger tilldelningsvolymen på förhand.

Hur de långfristiga refinansieringstransaktionerna fungerar beskrivs också i publikationen Europeiska centralbanken (2002a).⁴

3 SKÄL TILL ATT ÄNDRA STYRSYSTEMET

3.1 Ändring av uppfyllandeperiodens tidsram

ECB-rådet tillkännagav den 8 november 2001 sin avsikt att som regel ta ställning till ECB:s penningpolitiska inriktning och ändra styrräntor endast vid det första sammanträdet varje månad, vilket normalt är första torsdagen. Om ECB-rådet beslutar att ändra lägsta anbudsräntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på de stående faciliteterna börjar de nya räntorna gälla omedelbart, dvs. för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna fr.o.m. nästa transaktion som annonseras och för de stående faciliteterna fr.o.m. nästa dag. Datum för kommande ECB-rådssammanträden finns på ECB:s webbplats.

För närvarande finns inget samband mellan tidpunkten för ECB-rådets sammanträden och startdatumet för uppfyllandeperioden. Antas de föreslagna ändringarna uppstår dock ett direkt samband. Uppfyllandeperioden skulle då alltid börja på avvecklingsdagen för den huvudsakliga refinansieringstransaktion som följer efter sammanträdet där penningpolitiken diskuteras, och som regel skulle förändringarna i räntorna på de stående faciliteterna träda i kraft samtidigt med förändringen i räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, dvs. när en ny uppfyllandeperiod startar.

De föreslagna ändringarna skulle bidra till att förväntningar om ränteändringar under uppfyllandeperioden inte längre förekommer, och därmed minskas effekten av ränteförväntningar på motparternas budgivning vid de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna. Under perioder då räntesänkningar förväntas skulle risken för underbud minska. Och under perioder då marknaden väntar sig räntehöjningar skulle de korta marknadsräntorna och anbudsräntorna på de huvudsakliga refinansieringstransaktioner hindras att alltför mycket avvika från den lägsta anbudsräntan och på så vis kunde en faktor som stör signalerna om den penningpolitiska inriktningen undvikas. Ändringarna syftar även till att åtgärda problemet med överbud, som förekom under perioden med anbud till fast ränta.

⁴ Se litteraturförteckning i slutet av dokumentet

Ändringarna skulle även leda till att uppfyllandeperioden alltid startar en dag när Target är öppet och mycket sällan slutar en dag när Target är stängt. Som det ser ut idag är det så att om uppfyllandeperioden startar under ett veckoslut förs utnyttjandet av de stående faciliteterna över från föregående uppfyllandeperiod till den nya uppfyllandeperioden, vilket skapar onödiga kostnader för kreditinstituten. Antalet uppfyllandeperioder från januari 1999 till augusti 2002 uppgår till 43, varav 14 har startat och 14 har slutat på dagar när Target inte varit öppet.

Den föreslagna ändringen skulle innebära att längden på uppfyllandeperioden kan variera mer än nu. Tar man 2003 som ett exempel (det bör påpekas att de föreslagna ändringarna inte skulle införas förrän efter 2003) innebär detta att uppfyllandeperioden skulle variera mellan 21 och 37 dagar under förutsättning att det nya förfarandet antas. Se tabell I nedan.

Tabell I: Uppfyllandeperioder enligt det nya förfarandet under 2003

Period	Sammanträde i ECB-rådet*	Startdag	Slutdag	Längd i dagar
1	9 januari	15 januari	11 februari	28
2	6 februari	12 februari	11 mars	28
3	6 mars	12 mars	8 april	28
4	3 april	9 april	13 maj	35
5	8 maj	14 maj	8 juni	26
6	5 juni	9 juni	15 juli	37
7	10 juli	16 juli	5 augusti	21
8	31 juli	6 augusti	9 september	35
9	4 september	10 september	7 oktober	28
10	2 oktober	8 oktober	10 november	34
11	6 november	11 november	9 december	29

*ECB-rådets sammanträden där penningpolitiken står på dagordningen

3.2 Löptiden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna förkortas till en vecka

I syfte att dämpa effekterna av motparternas ränteförväntningar på budgivningen borde de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna inte fortsätta in på efterföljande uppfyllandeperioder. Detta skulle enbart vara fallet om uppfyllandeperioden startade på avvecklingsdagen för den huvudsakliga refinansieringstransaktionen och om löptiden för transaktionen var en vecka. Den förkortade löptiden skulle således vara ett komplement till den ändrade timingen av uppfyllandeperioden.

Vad gäller möjligheten att styra de kortfristiga penningmarknadsräntorna är skillnaden liten oberoende om de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna har en löptid på en eller två veckor. Viktigare är hur ofta transaktionerna utförs, vilket inte påverkas av en förkortning av löptiden.

Förkortas löptiden för de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna skulle det dock innebära en högre omsättning för centralbankernas refinansiering. Hölls alla andra faktorer oförändrade skulle det innebära att tilldelningsbeloppen i de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna fördubblades.

3.3 Långfristiga refinansieringstransaktioner dras in

När Eurosystemets styrsystem inledningsvis diskuterades beslutades att en del av det totala refinansieringsbehovet skulle tillgodoses genom långfristiga refinansieringstransaktioner eftersom de ger en god möjlighet för mindre motparter med begränsad eller ingen tillgång till interbankmarknaden att erhålla likviditet för en längre period (dvs. tre månader). ECB låter marknaden bestämma räntan på de långfristiga refinansieringstransaktionerna och använder sig inte av de här transaktionerna för att styra de korta räntorna. Om andelen långfristiga refinansieringstransaktioner utgjorde en stor del av de totala refinansieringstransaktionerna skulle det rentav kunna utgöra ett hinder för genomförandet av penningpolitiken.

Antalet kreditinstitut som deltar i anbudsgivningen på långfristiga refinansieringstransaktioner har minskat trendmässigt. Det högsta antal budgivare för långfristiga refinansieringstransaktioner var 466 i den första transaktionen den 13 januari 1999. Deltagandet var som allra lägst vid den senaste transaktionen i augusti 2002 med endast 158 budgivare. Under Monetära unionens första tre år var det genomsnittliga antalet budgivare 272 men tittar man enbart på transaktionerna för 2001 och för de första åtta månaderna av 2002 sjunker det genomsnittliga antalet budgivare till 197. Detta tyder på att långfristiga refinansieringstransaktioner används för refinansiering endast av ett begränsat antal kreditinstitut.

Med beaktande av den snabba utvecklingen på de europeiska finansmarknaderna under de senaste tre och ett halvt åren är det därför hög tid att överväga om de långfristiga refinansieringstransaktionerna fortfarande spelar den roll som ursprungligen var tänkt, dvs. att tillhandahålla refinansiering för mindre motparter med sämre tillgång till interbankmarknaden för längre perioder. Om inte, borde man överväga att sluta använda den här typen av transaktioner för att på ett smidigt sätt genomföra penningpolitiken. Om långfristiga refinansieringstransaktioner dras in kan motsvarande refinansiering tillhandahållas genom de regelbundna veckovisa huvudsakliga refinansieringstransaktionerna.

3.4 Förhållandet mellan de tre föreslagna ändringarna

Förhållandet mellan kortare löptid för huvudsakliga refinansieringstransaktioner och förändringen i definitionen av uppfyllandeperioden beskrivs i stycke 3.2.

Det finns dessutom ett samband mellan kortare löptid på huvudsakliga refinansieringstransaktioner och ett eventuellt indragning av långfristiga refinansieringstransaktioner eftersom båda kan minska den genomsnittliga löptiden för utestående öppna marknadsoperationer och således öka omsättningen på centralbankernas refinansiering.

4 PROCEDURFRÅGOR

Alla kreditinstitut i euroområdet och intresseorganisationer som representerar bank- och finanssektorn är välkomna att lämna synpunkter på ovan föreslagna ändringar av styrsystemet. Eurosystemet ser gärna att kreditinstituten samordnar sina svar genom respektive intresseorganisationer där så är möjligt. Det går bra att kommentera de tre ändringsförslagen var för sig. Som regel kommer kommentarerna inte att offentliggöras.

Svar kan lämnas på engelska eller något av de relevanta officiella EU-språken till ECB på följande adress eller till den berörda nationella centralbanken:

European Central Bank
Secretariat Division
Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Germany
Fax: +49 69 1344 6170
E-mail: ecb.secretariat@ecb.int

Sista dag för svar är

29 november 2002

5 LITTERATURFÖRTECKNING

Mer information om styrsystemet finns i följande publikationer från ECB på ECB:s webbsida:

Europeiska centralbanken (2002a), "Den gemensamma penningpolitiken i euroområdet: Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden".

Europeiska centralbanken (2000), "Övergången till rörlig ränta på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna", ECB:s månadsrapport, s. 37-42, juli 2000.

European Central Bank (2001), "Bidding behaviour of counterparties in the Eurosystem's regular open market operations", ECB Monthly Bulletin, p.51-63, October 2001. *(Ej översatt till svenska)*

European Central Bank (2002b), "The liquidity management of the ECB", ECB Monthly Bulletin, p.41-53, May 2002. *(Ej översatt till svenska)*